

2026年02月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

海外等待波动下降，A股春节红包可期

—策略周报

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

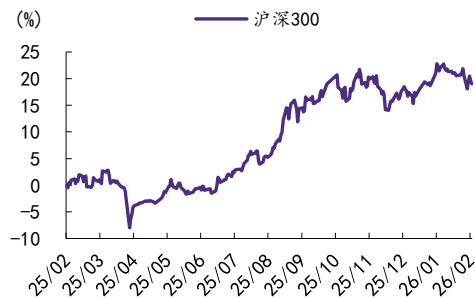
分析师：孙航 S1050525050001

✉ sunhang@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

✉ weizheng2@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《ETF流出风险整体可控，A股延续震荡上行》2026-01-26
- 2、《短期降温不改A股上行，关注产业催化和业绩支撑》2026-01-19
- 3、《A股部分情绪指标已处高位，但尚未极端过热》2026-01-13

海外宏观热点与策略

海外宏观：1) 本周海外资产波动加剧：主要是宏观叙事再平衡、中观产业承压和微观动量影响。2) 下周关注非农、通胀及美债拍卖、软件财报。

美股：仍偏谨慎。下周宏观关注非农、通胀对降息预期影响，中观关注 panw 和 app 等 AI 软件财报成色，微观关注 PCR 转空后走势，建议等待波动下降后的科技反弹（纳指）和周期修复（金融和保健）。

美债：聚焦拍卖。本周美债收益率下行主要是避险情绪助推，下周关注降息预期变动、2月11日和12日的10年和30年美债拍卖。

黄金：等待波动下降，逢低抄底。长期看好，短期波动率仍在高位，建议等待波动率下降后的布局机会，关注4500附近支撑。

国内宏观热点及策略

国内宏观：政策聚焦促消费和扩投资，关注下周物价和金融数据。春节促消费政策不断加码，商务部等加大对春节消费旺季补贴支持力度，海南出台岛内居民免税新政，大厂 AI 红包大战，千问启动30亿“千问春节请客计划”。国常会重磅部署扩投资，重心是基础设施、城市更新、公共服务、新兴产业和未来产业等。

A股策略：建议持股过节，春节红包可期，三大方向均衡配置

大势研判：内外同步调整后，风险已有部分释放，情绪边际修复。结合日历效应，近10年春节前5个交易日到节后20个交易日，A股上涨概率较高，建议A股持股过节，春节红包可期，且节后好于节前。

行业选择：1) 科技反弹（AI算力、机器人、商业航天、半导体等）；2) 周期涨价（化工、建材等）；3) 低位修复（银行、非银；影视院线、商贸零售等）。

市场复盘

本周全A指数震荡调整，仅微盘股延续强势上涨趋势，双创板块跌幅居前，其中仅万得微盘股指数实现涨幅，科创50、创业板指、中证500跌幅居前。行业涨跌层面，餐饮、美

护、电力涨幅领先，有色、通信、电子跌幅居前；行业估值层面，TMT、综合、军工行业在 PE、PB 十年历史分位均接近极值高位。

■ 资金情绪

成交活跃度：本周 A 股市场成交活跃度大幅降温，日均成交额与日均换手率均下行，行业轮动速率整体延续提速趋势。市场热门标的拥挤度延续升温趋势，通信、电力、传媒交易集中度提升显著，有色、通信、建材拥挤度两年历史分位居前，建材、电力、煤炭创新高比例居前。年内热门交易主题涨跌分化，光伏玻璃、特高压、光伏领涨，光通信、光伏、特高压成交活跃度提升居前，光伏玻璃、光伏、特高压拥挤度两年历史分位居前。

恐慌情绪：本周国内小幅降温，海外延续升温。

内资资金：①**公募资金：**本周股票+混合型基金新发放缓，ETF 资金净流出回归常态，中证 500 跟踪 ETF 资金净流出居前。行业 ETF 加配证券、半导体、地产，显著减配有色；②**融资资金：**融资余额净卖出加速，融资买入占比延续下行趋势，显著加配建筑装饰、综合，减配电子、有色、通信。

外资资金：北向资金：北向成交活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦电子、通信、有色。

■ 牛市进程：调整后风险释放，春节红包可期

十大牛市指标跟踪：A 股调整后的股权风险溢价重回均线附近，RSI 快速回落，国家队抛售基本结束，融资买入占比回落至均值，成交额高位腰斩，进一步调整空间有限。随着市场情绪边际修复，预计 A 股春节前震荡反弹，春节红包可期。

■ 风险提示

国内政策不及预期；海外地缘政治扰动。

正文目录

1、周度策略.....	5
1.1、海外：等待波动率下降，迎接超级宏观周.....	5
1.2、国内：开门红政策聚焦促消费和扩投资，建议A股持股过节，春节红包可期，三大方向均衡配置.....	10
2、市场复盘：震荡调整，仅微盘延续强势，双创领跌.....	13
3、资金情绪.....	15
3.1、交易活跃度：全A活跃度大幅降温，行业轮动持续提速，通信、电力、传媒行业拥挤度升温显著.....	15
3.2、恐慌情绪：国内小幅降温，海外延续升温.....	17
3.3、内资：公募新发放缓，ETF净流出回归常态；融资净卖出加速，加配建筑装饰、综合.....	18
3.4、外资：北向活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦通信、电子、电力.....	20
4、牛市进程：调整后风险释放，春节红包可期.....	21
5、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：本周科技普跌，日常消费和周期防御为主.....	5
图表 2：资金从科技和可选消费大幅流出，保健、工业和能源大幅流入.....	6
图表 3：关注本轮美债拍卖上交易商的承接.....	6
图表 4：过去往往是 2-3 月流动性改善.....	7
图表 5：若本轮 TGA 保持高位，流动性整体将会偏紧.....	7
图表 6：纳指和标普均出现了 PCR 的拐头.....	8
图表 7：美股 PCR 仍有一定的下行空间.....	8
图表 8：静待黄金波动率的回落.....	9
图表 9：综合美国最大三个黄金 ETF，散户不如机构有信心.....	9
图表 10：静待黄金波动率的回落.....	9
图表 11：国家队抛售基本结束.....	11
图表 12：融资买入占比回落至年内均值.....	11
图表 13：万得全 A 十年平均走势呈现先承压→节前一周反弹→反弹延续至节后 20 个交易日.....	11
图表 14：市值风格十年平均走势大中盘&创业板占优→中小微盘占优→中小微盘优势延续.....	11
图表 15：市值风格十年平均走势消费占优→周期&稳定占优→成长&稳定占优.....	12
图表 16：市值风格十年平均走势医药占优→计算机、环保占优→环保、纺服、农业、建筑装饰占优.....	12
图表 17：本周全 A 震荡调整，仅微盘延续强势，双创跌幅居前.....	13
图表 18：本周食品饮料、美护、电力领涨，有色、通信、电子跌幅居前.....	13
图表 19：地产、零售、计算机、电子、传媒、建材、化工、通信、综合、煤炭、军工、轻工、石油石化、钢铁行业本周 PE-TTM 水平达十年历史高位.....	14
图表 20：TMT、综合、军工行业本周估值水平处十年历史高位.....	14

图表 21: A 股市场成交活跃度本周大幅降温.....	15
图表 22: A 股相对领涨行业轮动速率本周整体持续加速.....	15
图表 23: A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周延续升温趋势.....	15
图表 24: 通信、电力、传媒行业本周集中度提升显著, 有色、通信、建材、电力、军工、传媒、石油石化行业本周拥挤度已至历史高分位.....	16
图表 25: 收盘价创新高比例本周建材、电力、煤炭居前.....	16
图表 26: A 股年内热门交易主题本周涨跌分化, 光伏玻璃、特高压、光伏领涨, 光通信、光伏、特高压成交活跃度提升居前.....	17
图表 27: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势.....	17
图表 28: 国内恐慌情绪本周小幅降温.....	18
图表 29: 海外恐慌情绪本周延续升温趋势.....	18
图表 30: 股票+混合型基金本周新发放缓.....	18
图表 31: 股票型 ETF 资金本周超常规净流出延续.....	18
图表 32: 本周规模 ETF 净流出回归常态.....	19
图表 33: 本周沪深 300 跟踪 ETF 再度千亿规模净流出.....	19
图表 34: 净流入排名前 15 与后 15 的上市行业指数 ETF 本周资金加配证券、半导体、地产, 显著减配有色.....	19
图表 35: 融资余额本周净卖出加速.....	20
图表 36: 融资买入占比本周延续下行趋势.....	20
图表 37: 融资净买入本周加配建筑装饰、综合, 减配电子、有色、通信.....	20
图表 38: 北向资金成交占比本周延续回暖趋势.....	21
图表 39: 北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力.....	21
图表 39: 调整后风险释放, 预计 A 股春节前震荡反弹, 春节红包可期.....	21

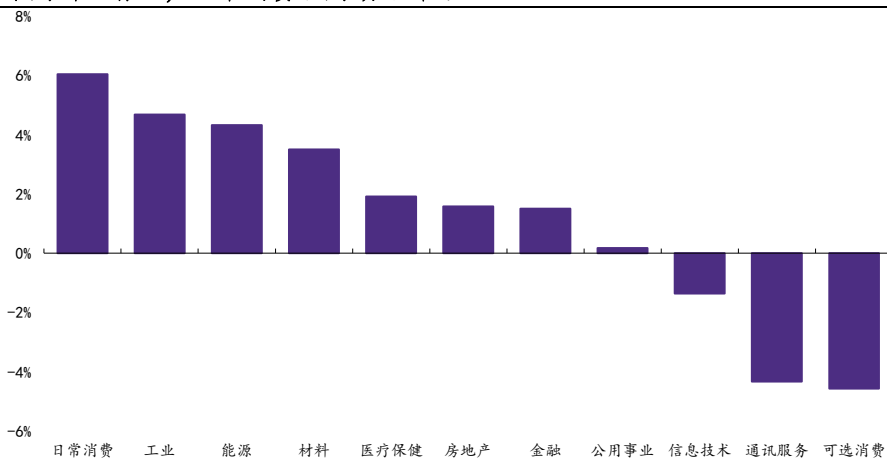
1、周度策略

1.1、海外：等待波动率下降，迎接超级宏观周

本周海外资产波动放大，基本验证了我们对于波动率传导的判断。金银在前一阶段由于极端长期逻辑的短期定价所造就的高波动开始向着其他资产传导，美股科技和比特币首当其冲。

美股大厂财报密集出炉，PLTR、AMD、AMAZON、博通和谷歌，且财报整体符合预期，但对于市场来说体感较差，一是市场对于财报的要求变高，既要 CAPEX 也要盈利，CAPEX 太高担忧持续性，CAPEX 太低担忧周期结束，因此造成了小 miss 造成大波动的财报体验；二是 AI 模型对于 SaaS 行业的打击引发了市场对于 ROI 的担忧，即过去美国软件服务行业更多是通过订阅模式收入，但是在 AI 的效率提升以及人头精简的情况下，SaaS 企业的利润直接受损，导致市场对于后续 AI 的 ROI 问题更为担忧。直到周五市场在 AMAZON 财报助推下重回卖铲人逻辑，半导体板块迎来反弹，但是美股可以 ETF XLK 依然呈现出净流出的状态，显示出整体情绪依然偏谨慎。整体来看，本周美股市场出现比较明显的高低切，资金流出科技，流向消费、能源和工业等周期和美债等避险方向。

图表 1：本周科技普跌，日常消费和周期防御为主



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2: 资金从科技和可选消费大幅流出, 保健、工业和能源大幅流入

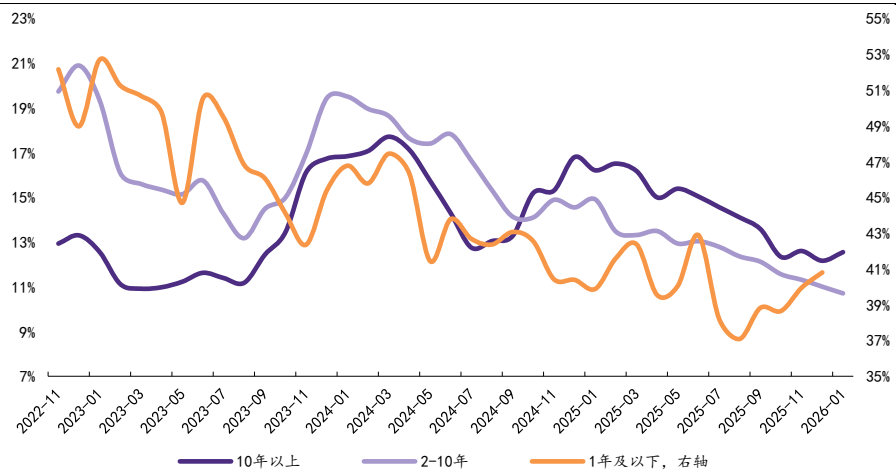
	百分比	净流量(百万美元)
信息技术	-0.64%	-589.51
金融	-0.72%	-397.02
医疗保健	1.06%	432.71
可选消费	-2.76%	-659.46
必选消费	-2.19%	-349.93
能源	2.90%	955.14
工业	3.37%	937.57
原材料	3.03%	184.93
公用事业	-0.51%	-112.88
房地产	-1.11%	-80.47
通信服务	-1.34%	-375.31

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

展望下周, 超级宏观周再度来袭, 主要有延期的非农、通胀及美债拍卖, 预计波动的传导仍未结束, 推荐波动降低后更有性价比位置再做布局。

非农/通胀: 本周受政府关门影响, 导致非农数据延期, 预计下周非农和通胀数据同步出炉。预计周三非农预期整体较平, 市场预计新增就业 7 万人, 失业率 4.4%。若数据超预期强劲会压制美股表现, 进一步打压降息、黄金, 推动美债利率上行; 若数据整体低于预期利好风险资产表现, 黄金也会有一定支撑, 需要警惕的是数据的滞胀分化, 即就业人数不及预期但是薪资增速上行, 这对于资产是最坏结果。从时间线来看, 下周重点关注的是周三(非农)、周四(十年美债拍卖)、周五(30 年美债拍卖, CPI), 预计下半周波动会进一步放大, 建议等宏观波动放缓后再做布局。

图表 3: 关注本轮美债拍卖上交易商的承接

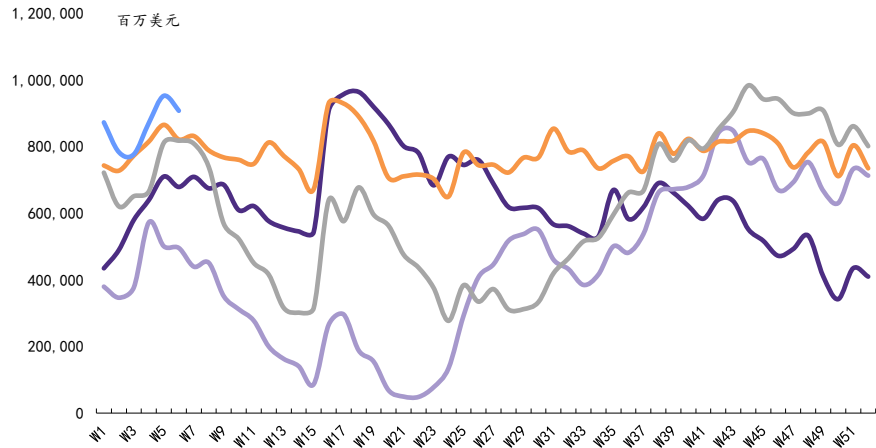


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

联储净流动性整体保持低位运行: 过去历史上 2-3 月 TGA 账户仍有资金下发, 主要是

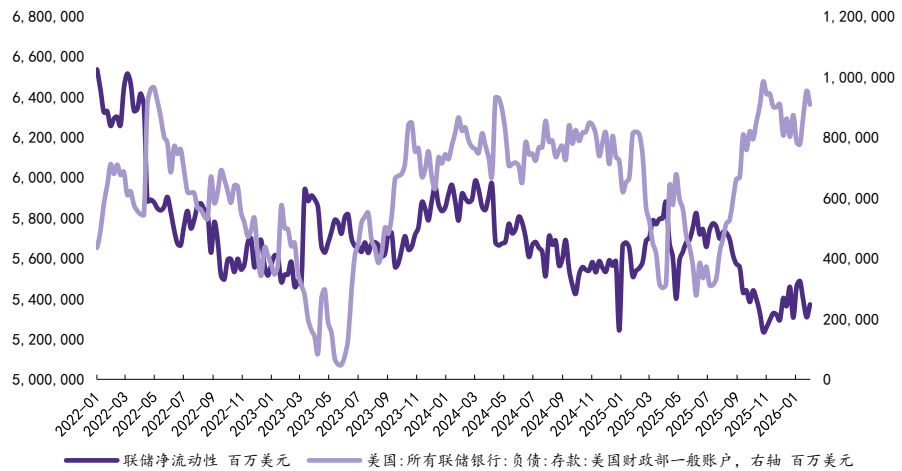
退税和利息支付，但是近期财政部声明显示财政部计划在 4 月前将 TGA 账户余额维持在 1025billion 左右，目前在 900billion 多一些，意味着后续几周 TGA 整体是偏上行，对于流动性是直接抽水的状态，短期利空流动性受益的资产。

图表 4：过去往往是 2-3 月流动性改善



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5：若本轮 TGA 保持高位，流动性整体将会偏紧



资料来源：Wind，华鑫证券研究

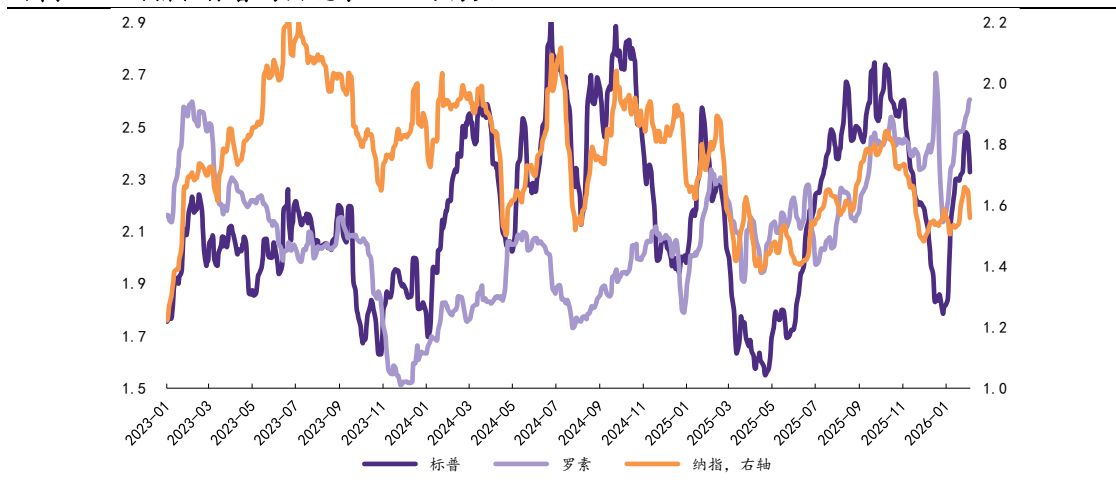
海外策略：美股反弹后仍偏谨慎，美债聚焦拍卖，黄金等待波动下行

美股：整体谨慎。周五美股在 AMAZON 财报助推下重回卖铲人逻辑，半导体迎来反弹，但是 ETF XLK 呈净流出状态，情绪仍偏谨慎。下周宏观关注非农、通胀对降息预期的影响，中观关注 panw 和 app 等 AI 软件财报成色，微观关注 PCR 转空后的走势，建议等待波动下降后的科技反弹（纳指）和周期修复（金融和保健）。

PCR 数据已经出现了持续拐头，这个指标近期在提示过出现了初步的拐头迹象，目前拐头得到确认，这个指标同时具备情绪和资金属性的指标，一方面是实打实的资金操作买出来，另一方面 call 和 put 也直接反映了市场的投机和避险的对冲情绪。根据 PCR 数

据可以看出 12 月以来美股的空头已经基本消耗殆尽，机构从过去的加空头保护多头的状态，转向了整体转空，同时加 call 保护空头收益的状态。

图表 6：纳指和标普均出现了 PCR 的拐头



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 7：美股 PCR 仍有一定的下行空间

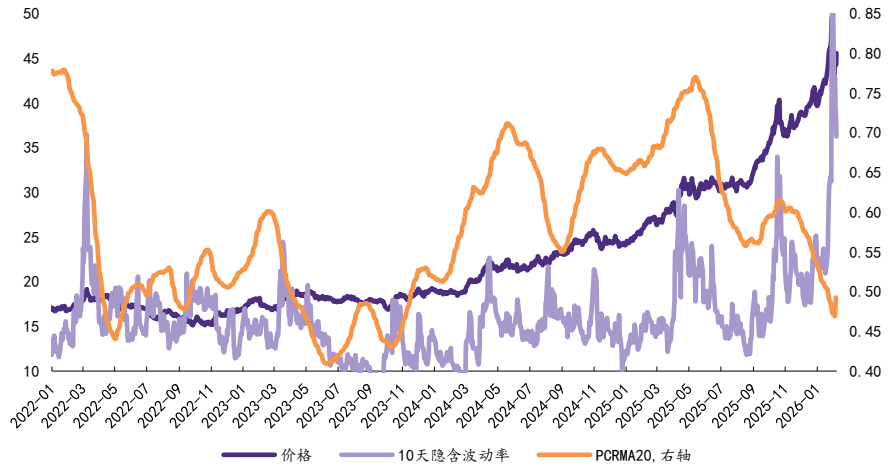


资料来源：Wind，华鑫证券研究

美债：聚焦拍卖。本周美债收益率下行主要是避险情绪助推，下周关注降息预期变动、2月11日和12日的10年和30年美债拍卖。

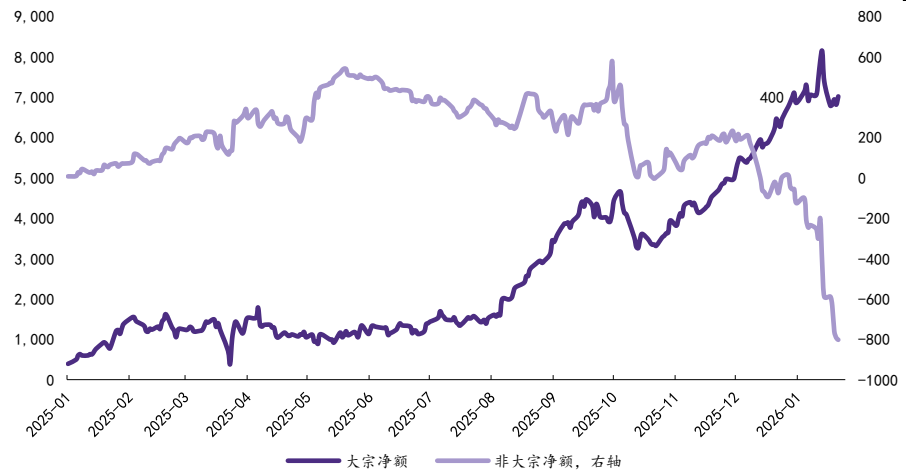
黄金：等待波动下行，逢低抄底。延续长期看好，短期波动率仍在高位加大波动，不建议追高，建议等待波动率下降后的布局机会，关注 4500 附近支撑。关注两个数据：一是美国最大的黄金 ETF 的资金流量，GLD、IAU、GLDM 均出现了大宗净额的高位和非大宗净额流出，显示出机构客户对于黄金的信心更为坚定一些；二是 20 日移动平均的交易 PCR 出现快速反弹，暗示后续可能黄金整体会以空头的加仓为主进行调整。

图表 8：静待黄金波动率的回落



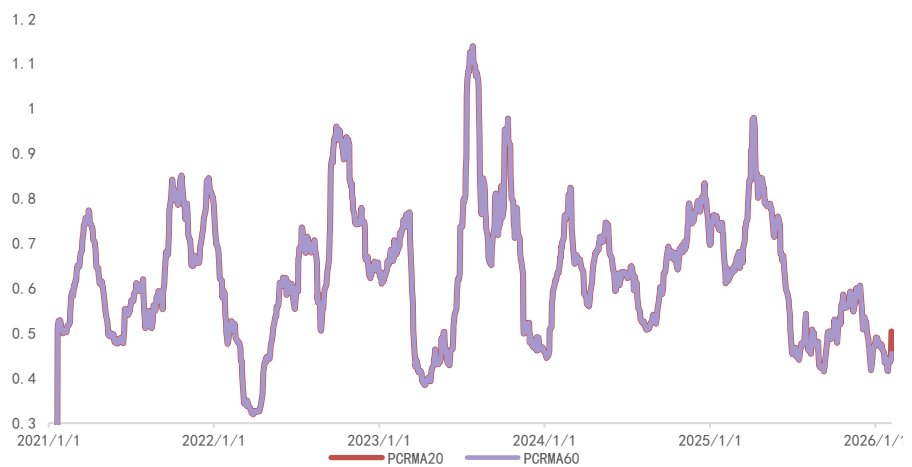
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：综合美国最大三个黄金 ETF，散户不如机构有信心



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 10：静待黄金波动率的回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、国内：开门红政策聚焦促消费和扩投资，建议 A 股持股过节，春节红包可期，三大方向均衡配置

国内宏观：政策聚焦促消费和扩投资，关注下周物价和金融数据

春节促消费政策不断加码：先是商务部等 9 单位印发《2026“乐购新春”春节特别活动方案》，加大对春节消费旺季的汽车、家电、数码和智能产品补贴支持力度。接着海南出台免税新政，岛内居民免税额度为每人每年 1 万元，不限购买次数。最后是大厂 AI 红包大战，千问启动 30 亿“千问春节请客计划”。

国常会重磅部署扩投资：会议强调扩投资是 2026 年稳增长的重要抓手，地方两会后多地密集发布重大项目清单，释放扩投资信号。一方面要用好增量资金工具，如中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债券等资金和新型政策性金融工具；另一方面要重点领域、重大项目突破，主要是基础设施、城市更新、公共服务、新兴产业和未来产业等。

A 股策略：建议持股过节，春节红包可期，三大方向均衡配置

本周缩量调整原因：海外波动加剧，AI 科技、贵金属、比特币共振调整；中美股市同步出现高切低，更多是情绪和资金压制。国内临近春节假期，资金较为谨慎，量能持续萎缩，融资连续六日净流出，本周大幅净流出。

大势研判：内外同步调整后，风险已有部分释放。海外周五 AI 科技、贵金属、比特币均有超跌反弹，情绪边际修复。国内开门红政策持续发力，A 股调整后的股权风险溢价重回均线上方，RSI 快速回落，国家队抛售基本结束，融资买入占比回落至年内均值，成交额高位腰斩。

从春节日历效应来看，A 股春节前 20 个交易日相对受压制，但前 5 个交易日反弹胜率较高，且高胜率延续至春节后 20 个交易日区间。以春节假期作为 T0，从万得全 A 近十年平均标准化走势来看，春节假期前走势相对承压，直至春节前 5 个交易日区间开始反弹，反弹趋势持续至春节后 15 个交易日区间。T-5、T+5、T+20 区间，万得全 A 胜率分别为 60%、80%、70%，平均涨幅分别为 0.70%、2.03%、3.34%。

市值风格角度，春节前一周大中盘、创业板占优，春节后一月中小微盘占优。T-5 区间，创业板、中证 500、沪深 300 兼具高胜率与高收益；T+5 区间风格转变，万得微盘股指数、中证 1000、中证 500 兼具高胜率与高收益；T+20 区间风格延续，中小微盘持续占优。

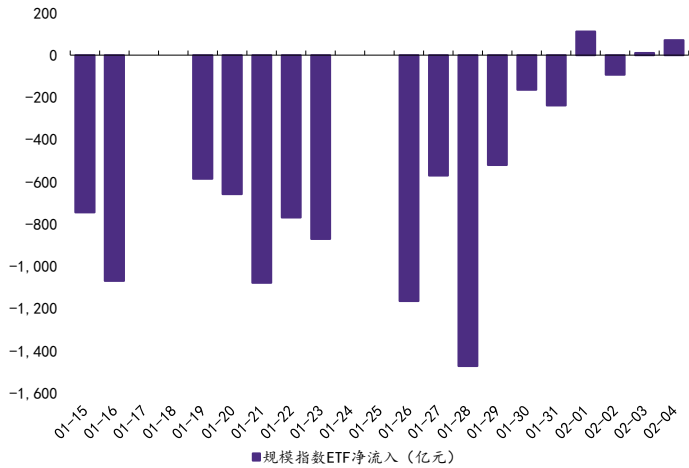
中信风格角度，春节前一周消费占优，春节后一周周期、稳定占优，春节后一月成长、稳定占优。T-5 区间，消费风格兼具高胜率与高收益；T+5 区间风格转变，周期和稳定风格兼具高胜率与高收益；T+20 区间风格再度转变，成长和稳定风格占优。

一级行业角度，春节前一周医药占优，春节后一周计算机、环保占优，春节后一月环保、纺服、农业、建筑装饰占优。T-5 区间，医药生物行业兼具高胜率与高收益；T+5 区间优势行业轮动，计算机、环保行业兼具高胜率与高收益；T+20 区间再度轮动，环保、纺服、农业、建筑装饰行业占优。

综上所述，调整后的 A 股风险已有释放，春节前 5 个交易日到春节后 20 个交易日区间反弹胜率较高，建议 A 股持股过节，春节红包可期，且节后好于节前。

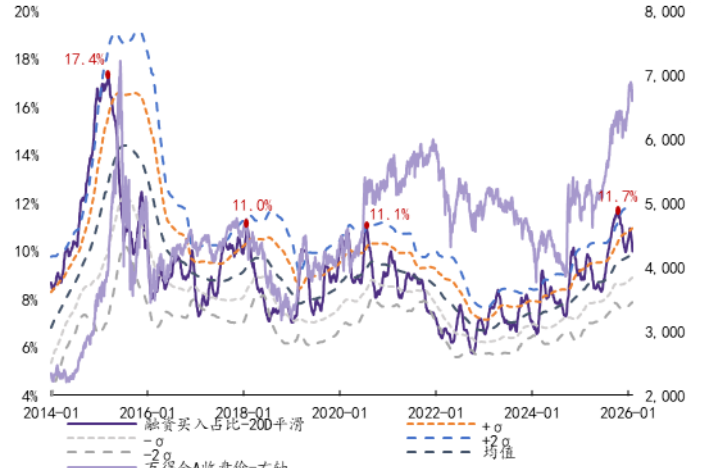
行业选择：1) 科技反弹 (AI 算力、机器人、商业航天、半导体等)；2) 周期涨价 (化工、建材等)；3) 低位修复 (银行、非银；影视院线、商贸零售等)。

图表 11：国家队抛售基本结束



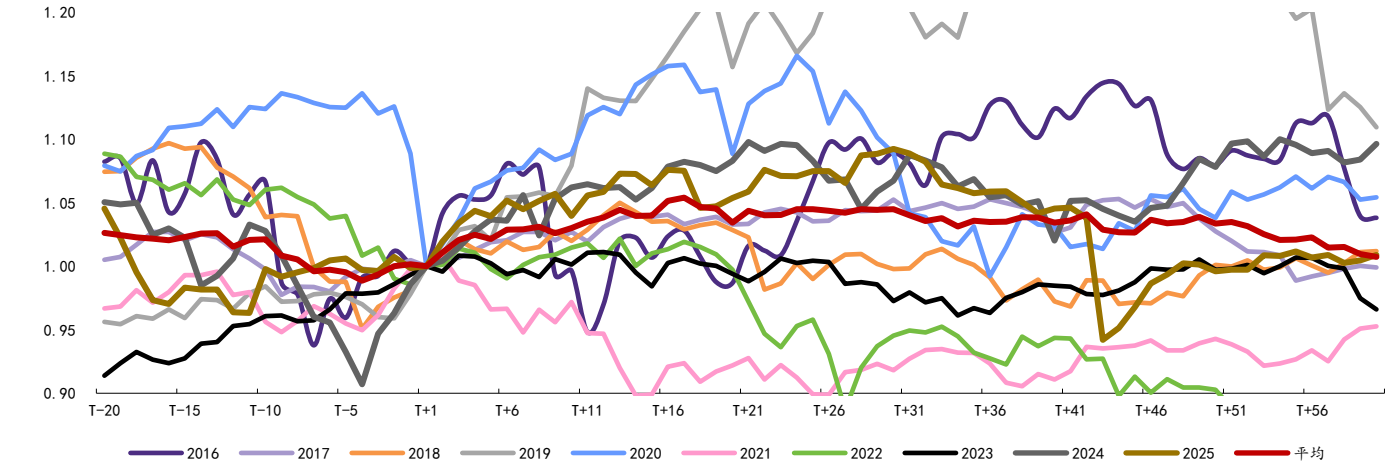
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：融资买入占比回落至年内均值



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 13：万得全 A 十年平均走势呈现先承压→节前一周反弹→反弹延续至节后 20 个交易日



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 14：市值风格十年平均走势大中盘&创业板占优→中小微盘占优→中小微盘优势延续

胜率	T-20	T-5	T+5	T+20	T+60	平均收益	T-20	T-5	T+5	T+20	T+60
万得全A	40%	60%	80%	70%	50%	万得全A	-2.28%	0.70%	2.03%	3.34%	0.63%
沪深300	60%	70%	70%	60%	40%	沪深300	-0.01%	0.89%	0.38%	0.80%	-1.22%
中证500	30%	70%	90%	80%	60%	中证500	-2.12%	1.51%	2.58%	4.30%	1.12%
中证1000	30%	60%	90%	80%	60%	中证1000	-4.35%	0.54%	3.54%	6.24%	2.04%
万得微盘股指数	10%	50%	90%	80%	80%	万得微盘股指数	-7.34%	-2.19%	7.03%	12.64%	13.10%
创业板指	40%	80%	70%	60%	40%	创业板指	-0.18%	3.13%	1.32%	2.57%	-1.06%
科创综指	30%	40%	40%	20%	30%	科创综指	1.70%	1.80%	0.75%	0.27%	-2.69%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: 市值风格十年平均走势消费占优→周期&稳定占优→成长&稳定占优

胜率	T-20	T-5	T+5	T+20	T+60	平均收益	T-20	T-5	T+5	T+20	T+60
金融	40%	70%	80%	70%	30%	金融	-0.40%	-0.17%	0.85%	1.20%	-1.73%
周期	40%	60%	90%	70%	50%	周期	-2.29%	0.44%	2.62%	4.19%	1.15%
消费	40%	70%	80%	50%	70%	消费	-1.69%	1.40%	0.91%	1.50%	3.01%
成长	30%	60%	80%	80%	50%	成长	-3.52%	1.42%	3.50%	5.54%	0.85%
稳定	30%	40%	90%	80%	80%	稳定	-2.87%	-0.66%	2.62%	3.58%	2.72%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 市值风格十年平均走势医药占优→计算机、环保占优→环保、纺织、农业、建筑装饰占优

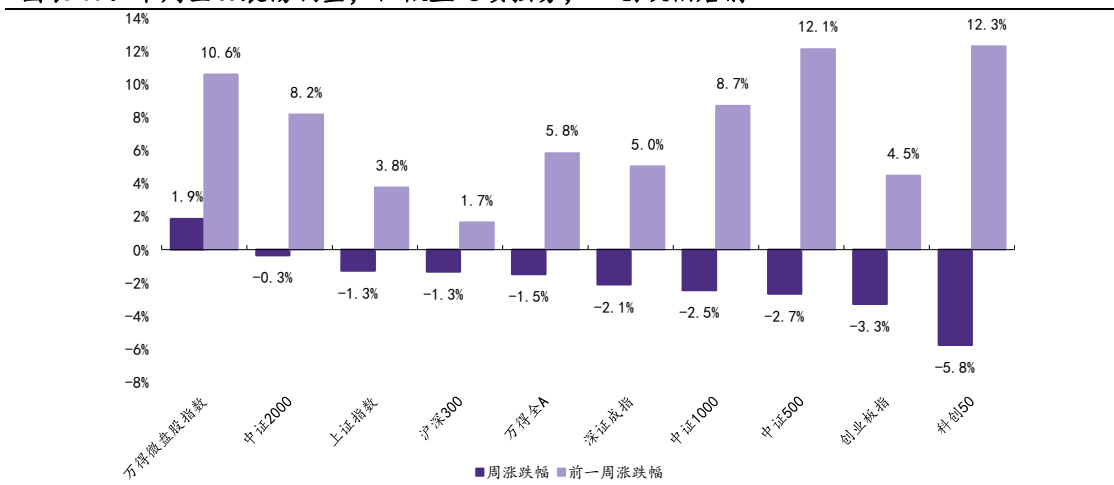
胜率	T-20	T-5	T+5	T+20	T+60	平均收益	T-20	T-5	T+5	T+20	T+60
煤炭	40%	30%	70%	70%	50%	煤炭	-1.15%	-1.64%	2.83%	4.28%	2.78%
石油石化	50%	60%	80%	60%	50%	石油石化	-0.16%	0.20%	1.85%	1.61%	-0.14%
有色金属	60%	50%	90%	70%	60%	有色金属	-1.33%	1.21%	3.69%	6.47%	1.57%
钢铁	40%	70%	90%	80%	50%	钢铁	-1.30%	-0.17%	2.61%	5.71%	0.22%
基础化工	40%	50%	80%	70%	50%	基础化工	-2.27%	1.00%	2.75%	4.04%	1.32%
建筑材料	40%	60%	60%	80%	60%	建筑材料	-1.95%	0.27%	2.17%	4.09%	3.61%
机械设备	40%	70%	80%	80%	50%	机械设备	-3.79%	0.40%	2.78%	5.85%	0.67%
建筑装饰	20%	30%	90%	90%	70%	建筑装饰	-3.62%	-1.41%	3.39%	5.06%	3.96%
交通运输	30%	50%	70%	60%	60%	交通运输	-2.65%	0.08%	2.05%	2.33%	1.24%
银行	70%	70%	30%	50%	40%	银行	2.59%	-0.10%	0.07%	0.11%	-0.96%
非银金融	40%	60%	80%	60%	30%	非银金融	-2.04%	-0.16%	1.19%	1.60%	-3.32%
房地产	20%	40%	80%	60%	40%	房地产	-4.15%	-0.97%	1.70%	2.96%	-0.14%
国防军工	40%	40%	80%	80%	40%	国防军工	-6.36%	0.35%	3.39%	4.67%	0.70%
电力设备	40%	60%	80%	60%	40%	电力设备	-1.60%	2.07%	0.41%	1.98%	-3.23%
计算机	30%	60%	100%	70%	60%	计算机	-2.85%	1.20%	6.27%	9.68%	3.69%
传媒	30%	40%	90%	70%	50%	传媒	-3.19%	-1.12%	5.31%	5.59%	2.00%
电子	30%	70%	70%	70%	60%	电子	-2.51%	2.12%	3.60%	5.98%	-0.81%
通信	30%	60%	90%	80%	50%	通信	-4.16%	0.11%	4.83%	9.09%	4.58%
医药生物	40%	80%	70%	70%	70%	医药生物	-1.62%	2.18%	1.38%	2.84%	4.53%
社会服务	20%	50%	80%	70%	50%	社会服务	-2.44%	1.25%	1.66%	2.48%	0.38%
轻工制造	40%	60%	80%	70%	40%	轻工制造	-4.13%	-0.43%	2.72%	4.68%	0.57%
农林牧渔	40%	60%	80%	90%	60%	农林牧渔	-2.13%	0.67%	2.93%	5.33%	5.91%
纺织服装	30%	40%	90%	90%	60%	纺织服装	-4.07%	-0.44%	3.35%	5.68%	2.26%
商贸零售	20%	40%	80%	70%	70%	商贸零售	-5.38%	-0.53%	3.00%	3.21%	0.36%
美容护理	40%	60%	70%	80%	70%	美容护理	-2.23%	2.21%	1.30%	3.30%	6.97%
食品饮料	50%	70%	60%	60%	70%	食品饮料	-0.58%	1.28%	-0.52%	-0.32%	4.27%
汽车	50%	60%	70%	70%	50%	汽车	-2.64%	0.07%	2.15%	3.81%	-0.54%
家用电器	40%	70%	60%	60%	50%	家用电器	0.26%	0.95%	-0.11%	0.31%	0.68%
环保	20%	40%	100%	90%	80%	环保	-5.68%	-0.80%	4.74%	7.64%	4.74%
综合	20%	40%	90%	80%	30%	综合	-5.43%	-0.76%	3.56%	5.78%	1.20%
公用事业	20%	40%	70%	70%	70%	公用事业	-4.47%	-0.84%	2.65%	4.75%	3.31%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、市场复盘：震荡调整，仅微盘延续强势，双创领跌

本周全 A 指数震荡调整，仅微盘股延续强势上涨趋势，双创板块跌幅居前，其中仅万得微盘股指数实现涨幅，科创 50、创业板指、中证 500 跌幅居前。万得微盘股指数上涨 1.9%；科创 50、创业板指、中证 500 分别下跌 5.8%、3.3%、2.7%。

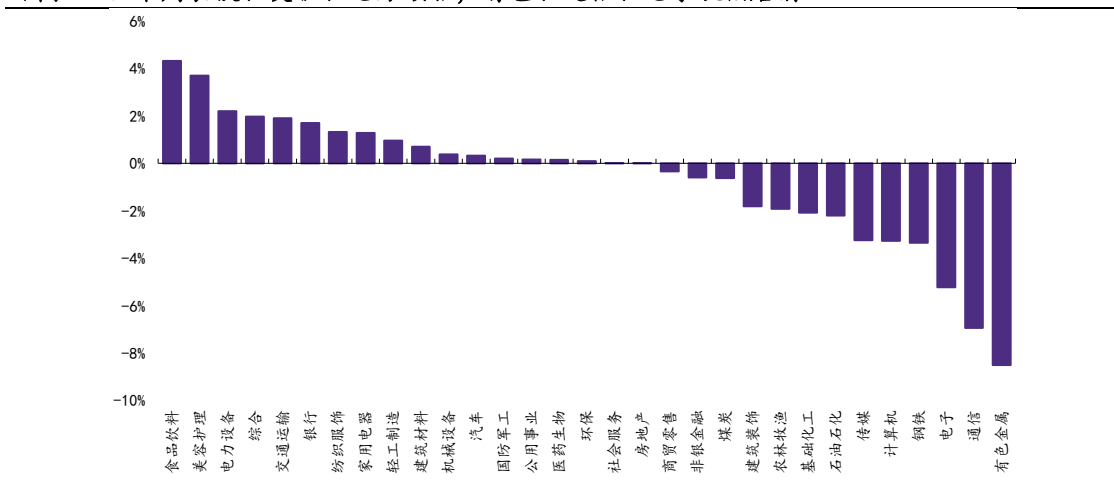
图表 17：本周全 A 震荡调整，仅微盘延续强势，双创跌幅居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

行业涨跌层面，本周食品饮料、美护、电力涨幅领先，有色、通信、电子跌幅居前。本周食品饮料、美容护理、电力设备、综合、交通运输行业上涨幅度领先，分别上涨 4.31%、3.69%、2.20%、1.96%、1.90%；有色金属、通信、电子、钢铁、计算机行业下跌幅度居前，分别下跌 8.51%、6.95%、5.23%、3.35%、3.27%。

图表 18：本周食品饮料、美护、电力领涨，有色、通信、电子跌幅居前



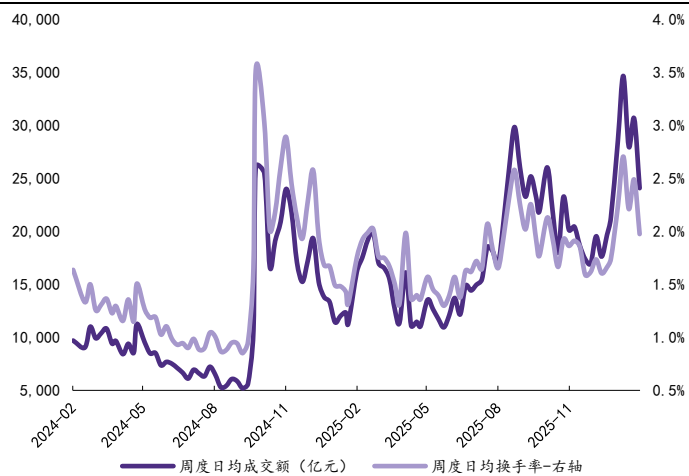
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、资金情绪

3.1、交易活跃度：全 A 活跃度大幅降温，行业轮动持续提速，通信、电力、传媒行业拥挤度升温显著

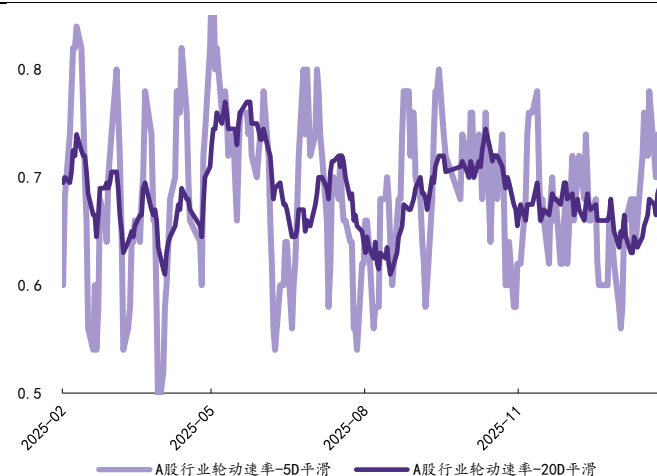
本周 A 股市场成交活跃度大幅降温，日均成交额与日均换手率均下行，行业轮动速率整体延续提速趋势。本周万得全 A 日均成交额为 24066.5 亿元，环比下降 6565.9 亿元；日均换手率为 1.97%，环比下降 0.51pcts。本周 A 股市场行业轮动速率指标，5 日平滑值小幅下降，但 20 日平滑值显著提升，相对领涨行业轮动频率整体延续加速趋势。

图表 21：A 股市场成交活跃度本周大幅降温



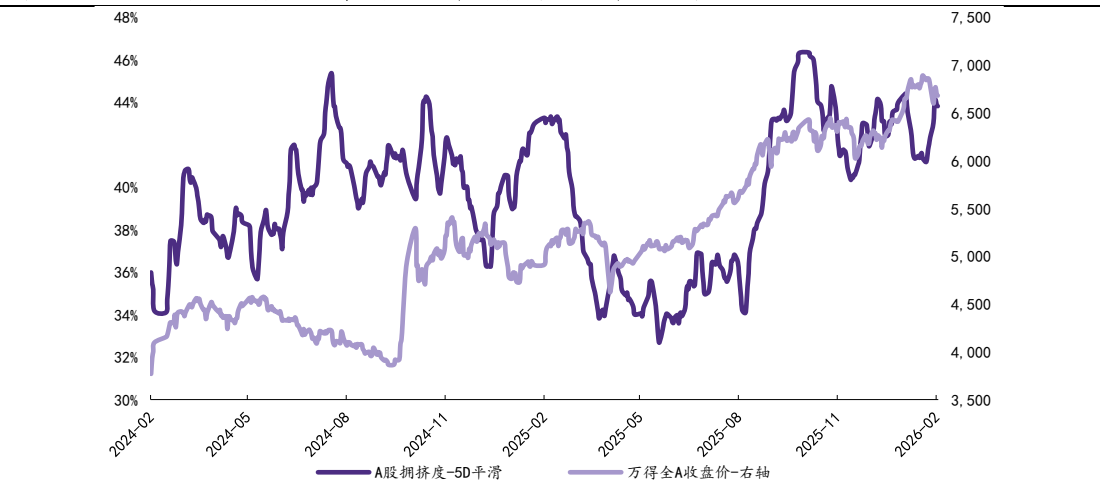
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 22：A 股相对领涨行业轮动速率本周整体持续加速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：A 股成交额前 5% 股票成交拥挤度本周延续升温趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

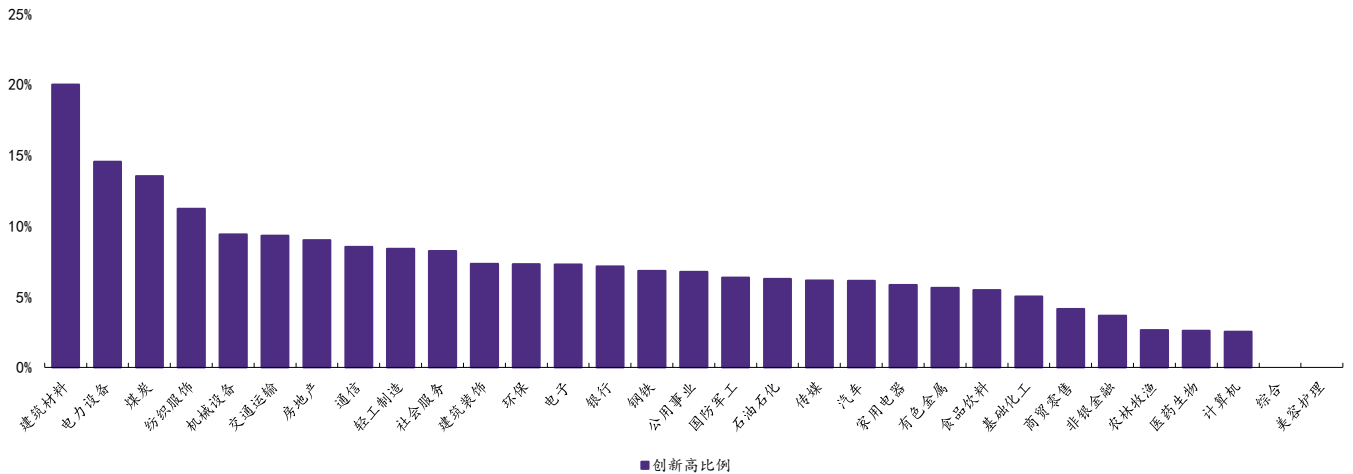
本周 A 股市场热门标的拥挤度延续升温趋势，通信、电力、传媒交易集中度提升显著，建材、电力、煤炭创新高比例居前。本周 A 股成交额前 5% 的股票总成交占比为 43.8%，环比提升 1.5pcts，热门交易标的拥挤度延续升温趋势。本周通信、电力设备、传媒行业集中度环比提升幅度领先，周度成交占比分别达 94.1%、91.2%、85.4% 的两年历史分位水平。此外，本周有色金属、通信、建筑材料、电力设备、国防军工、传媒、石油石化行业周度成交占比超越 80% 的两年历史分位水平。本周股票任一收盘价创近 250 日新高的比例，代表行业本周热度，建筑材料、电力设备、煤炭、纺织服饰、机械设备比例居首，分别为 20.0%、14.5%、13.5%、11.2%、9.4%。

图表 24：通信、电力、传媒行业本周集中度提升显著，有色、通信、建材、电力、军工、传媒、石油石化行业本周拥挤度已至历史高分位

行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位	行业	本周成交占比	上周成交占比	成交占比环比	拥挤度两年分位
上游资源	煤炭 0.86%	0.68%	0.18%	61.1%	医药生物	3.95%	4.48%	-0.53%	4.8%
	石油石化 1.12%	1.33%	-0.21%	81.5%	社会服务	0.68%	0.59%	0.09%	7.7%
	有色金属 8.43%	10.75%	-2.33%	97.0%	轻工制造	1.02%	0.82%	0.20%	33.9%
	钢铁 0.65%	0.79%	-0.14%	60.1%	农林牧渔	1.28%	1.25%	0.03%	67.9%
	基础化工 4.85%	5.11%	-0.26%	67.9%	下游消费	纺织服饰 0.76%	0.72%	0.03%	52.4%
中游制造	建筑材料 1.09%	0.93%	0.16%	93.2%		商贸零售 1.20%	1.04%	0.17%	27.1%
	机械设备 6.98%	6.53%	0.45%	52.4%		美容护理 0.27%	0.18%	0.09%	36.8%
	建筑装饰 1.65%	1.86%	-0.20%	37.8%		食品饮料 2.16%	1.72%	0.45%	45.6%
	交通运输 1.21%	1.04%	0.18%	15.5%		汽车 3.55%	3.53%	0.01%	0.9%
大金融	银行 1.42%	1.42%	0.00%	21.3%	公用事业	家用电器 1.24%	1.24%	0.00%	0.9%
	非银金融 2.21%	2.56%	-0.35%	1.9%		环保 0.76%	0.72%	0.04%	15.5%
	房地产 1.00%	0.96%	0.04%	14.5%		综合 0.18%	0.19%	-0.01%	54.3%
成长	国防军工 4.78%	4.38%	0.40%	86.4%		公用事业 1.60%	1.64%	-0.05%	32.0%
	电力设备 11.14%	10.05%	1.09%	91.2%					
	计算机 6.09%	6.62%	-0.53%	5.8%					
	传媒 4.63%	3.87%	0.76%	85.4%					
	电子 15.25%	16.46%	-1.21%	57.2%					
	通信 7.02%	5.51%	1.51%	94.1%					

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 25：收盘价创新高比例本周建材、电力、煤炭居前



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本周 A 股年内热门交易主题涨跌分化，光伏玻璃、特高压、光伏领涨，光通信、光伏、特高压成交活跃度提升居前，光伏玻璃、光伏、特高压拥挤度两年历史分位居前。本周 A 股年内热门交易主题，涨跌幅方面，光伏玻璃、特高压、光伏主题涨幅领先，分别上涨 8.07%、5.00%、4.92%；存储、有色、芯片主题跌幅居前，分别下跌 11.28%、7.63%、6.28%。成交活跃度方面，光通信、光伏、特高压主题升温显著，有色、芯片、电池主题降温居前。

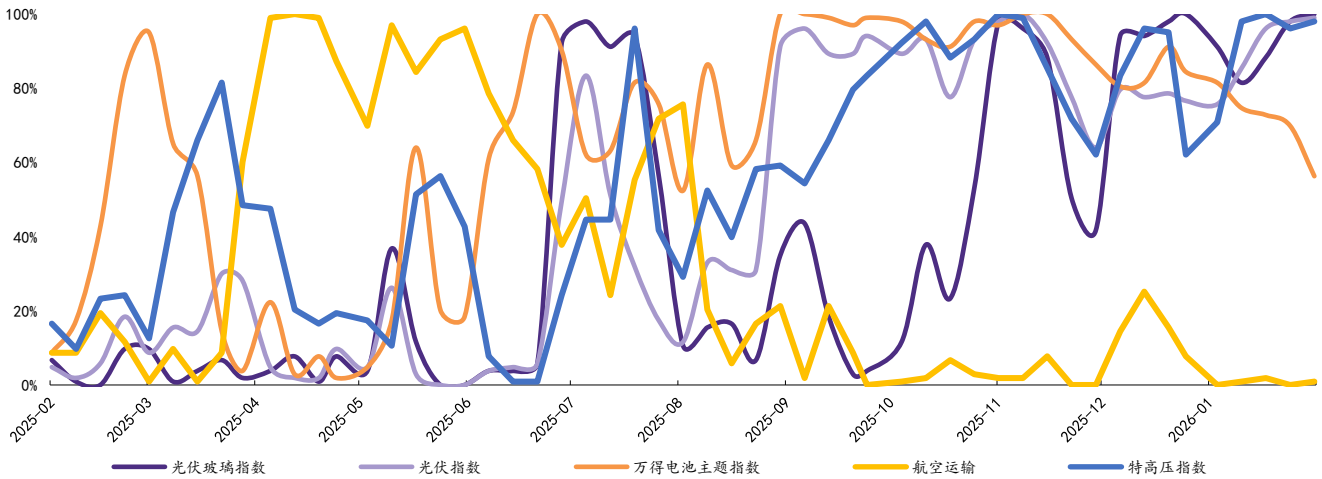
拥挤度近两年历史分位超越 90%水平的主题包括光伏玻璃、光伏、特高压、玻璃纤维、有色、光通信、商业航天。

图表 26: A 股年内热门交易主题本周涨跌分化, 光伏玻璃、特高压领涨, 光通信、光伏、特高压成交活跃度提升居前

主题指数	代码	周涨跌幅	月涨跌幅	周成交占比环比	周成交占比两年历史分位	周成交占比近一年趋势
光伏玻璃指数	884739.WI	8.07%	8.07%	0.1%	100.0%	
光伏指数	884045.WI	4.92%	4.92%	0.7%	99.0%	
万得电池主题指数	866497.WI	0.17%	0.17%	-0.6%	56.3%	
航空运输	882215.WI	2.16%	2.16%	0.0%	0.9%	
特高压指数	884190.WI	5.00%	5.00%	0.6%	98.0%	
商业航天指数	8841877.WI	-0.44%	-0.44%	0.2%	90.2%	
万得军工指数	866145.WI	0.88%	0.88%	-0.1%	82.5%	
AI应用指数	8841683.WI	-3.49%	-3.49%	-0.3%	37.8%	
玻璃纤维指数	8841043.WI	-0.80%	-0.80%	0.0%	97.0%	
芯片指数	884160.WI	-6.28%	-6.28%	-1.0%	68.9%	
有色金属指数	884956.WI	-7.63%	-7.63%	-1.6%	96.1%	
存储器指数	8841241.WI	-11.28%	-11.28%	-0.6%	84.4%	
半导体设备指数	8841321.WI	-2.79%	-2.79%	0.0%	86.4%	
锂矿指数	884785.WI	-2.16%	-2.16%	-0.3%	76.6%	
光通信指数	884061.WI	-1.16%	-1.16%	1.6%	95.1%	
稀土指数	8841089.WI	-4.18%	-4.18%	-0.4%	79.6%	
创新药指数	8841049.WI	-0.50%	-0.50%	-0.1%	15.5%	
核聚变指数	8841917.WI	-0.22%	-0.22%	0.1%	79.6%	
稳定币指数	8841912.WI	3.77%	3.77%	0.0%	21.3%	
机器人指数	884126.WI	0.08%	0.08%	-0.1%	2.9%	
保险指数	886055.WI	-0.73%	-0.73%	-0.2%	55.3%	

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 27: 本周热门主题拥挤度两年历史分位趋势

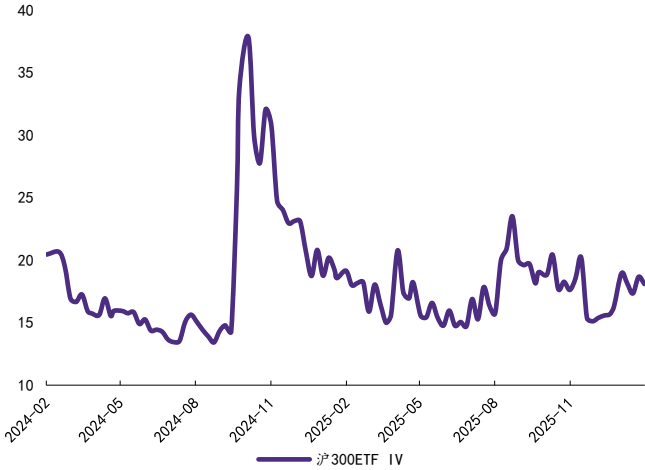


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.2、恐慌情绪：国内小幅降温，海外延续升温

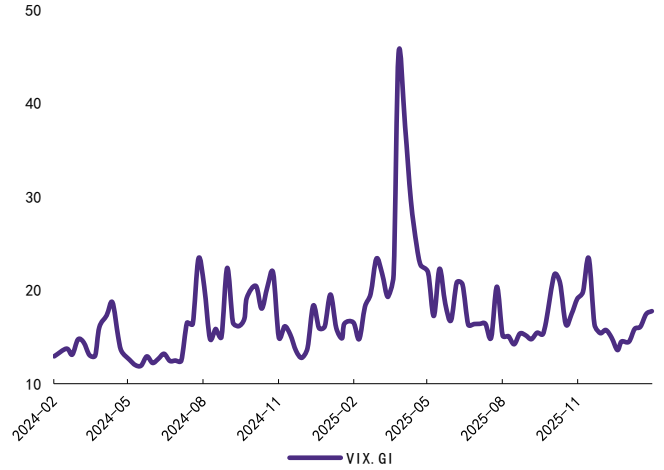
本周恐慌情绪国内小幅降温，海外延续升温。本周国内沪深 300ETF 隐含波动率为 18.09，环比下降 3.07%，国内恐慌情绪本周小幅降温；海外 VIX 指数为 17.76，环比提升 1.83%，海外恐慌程度本周延续升温趋势。

图表 28: 国内恐慌情绪本周小幅降温



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 29: 海外恐慌情绪本周延续升温趋势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.3、内资：公募新发放缓，ETF 净流出回归常态；融资净卖出加速，加配建筑装饰、综合

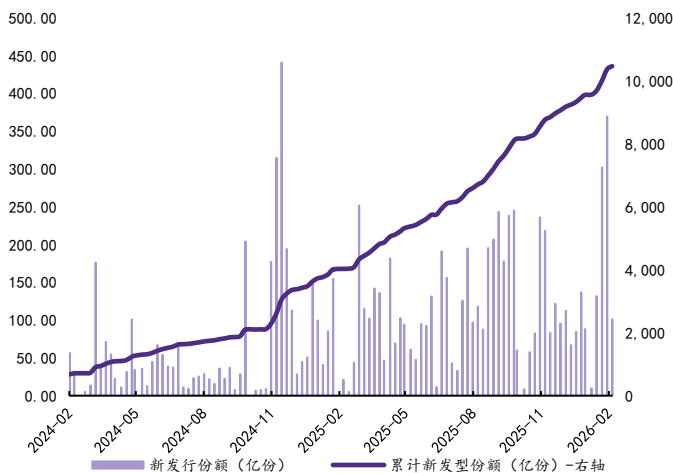
公募基金：本周股票+混合型基金新发放缓，ETF 资金净流出回归常态，中证 500 跟踪 ETF 资金净流出居前。行业 ETF 加配证券、半导体、地产，显著减配有色。

本周股票型基金新发 65.07 亿份，混合型基金新发 35.72 亿份，周度新发规模环比下降 268.53 亿份，基金新发速度放缓。

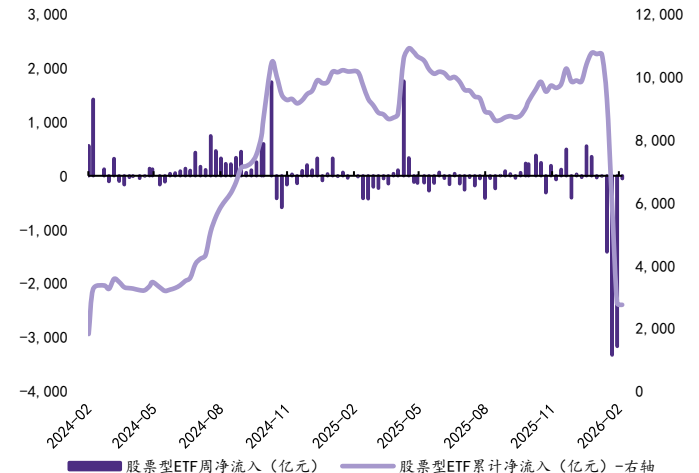
本周规模 ETF 资金净流出回归常态，周度净流出 56.21 亿元，其中中证 500、沪深 300、中证 1000 跟踪 ETF 资金周度净流出居前，分别净流出 116.65、62.11、45.79 亿元；科创 50、创业板指跟踪 ETF 资金周度净流入居首，分别净流入 50.06、26.73 亿元。

行业 ETF 资金加配证券、半导体、地产板块，显著减配有色板块。

图表 30: 股票+混合型基金新发放缓



：股票型 ETF 资金本周超常规净流出延续

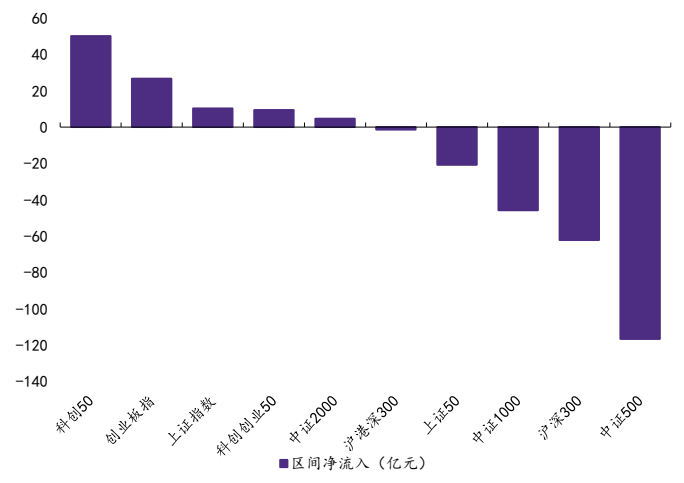
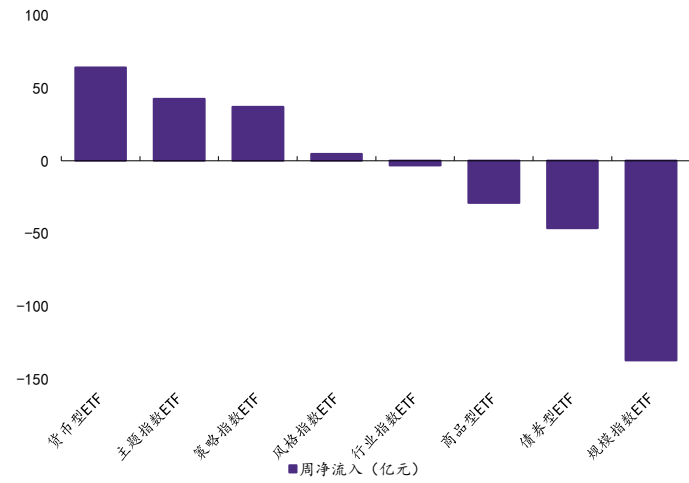


资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：本周规模 ETF 净流出回归常态

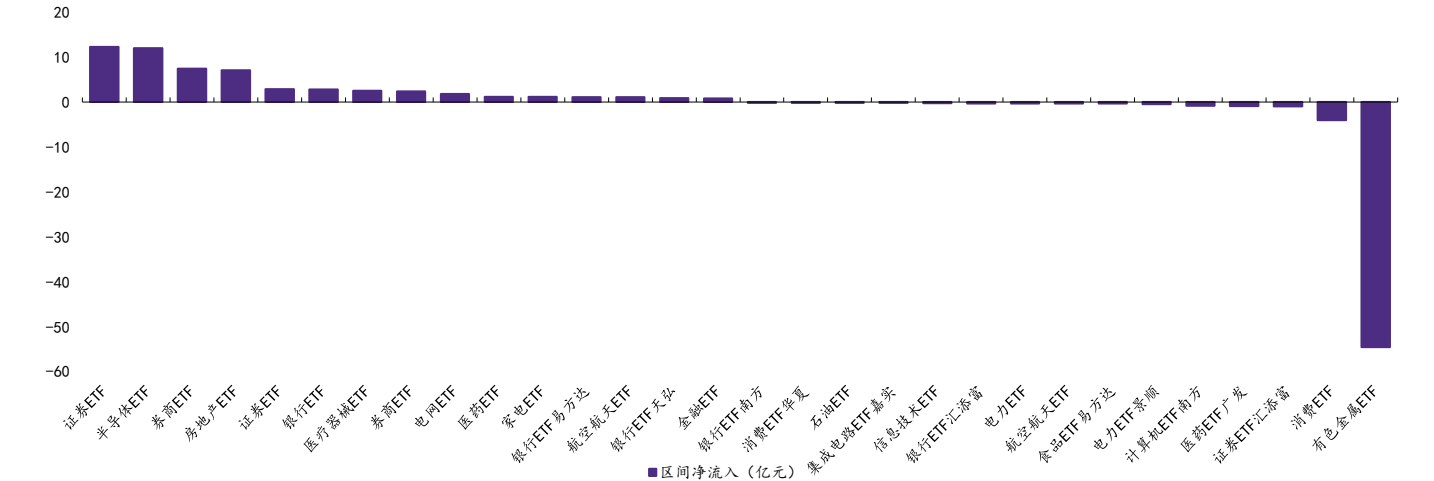
图表 33：本周沪深 300 跟踪 ETF 再度千亿规模净流出



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

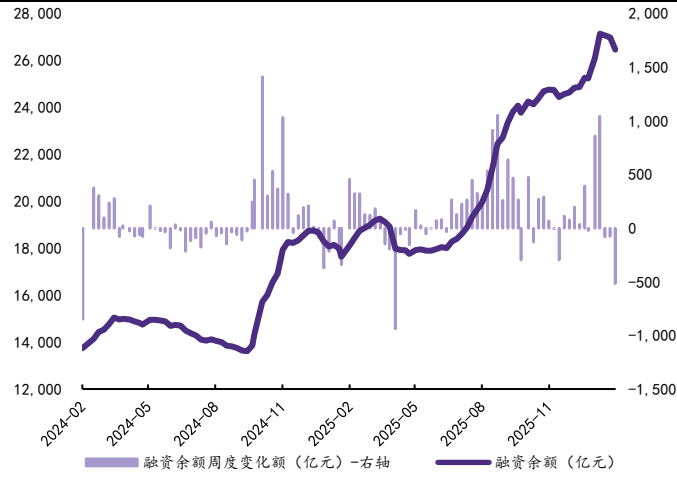
图表 34：净流入排名前 15 与后 15 的上市行业指数 ETF 本周资金加配证券、半导体、地产，显著减配有色



资料来源：Wind，华鑫证券研究

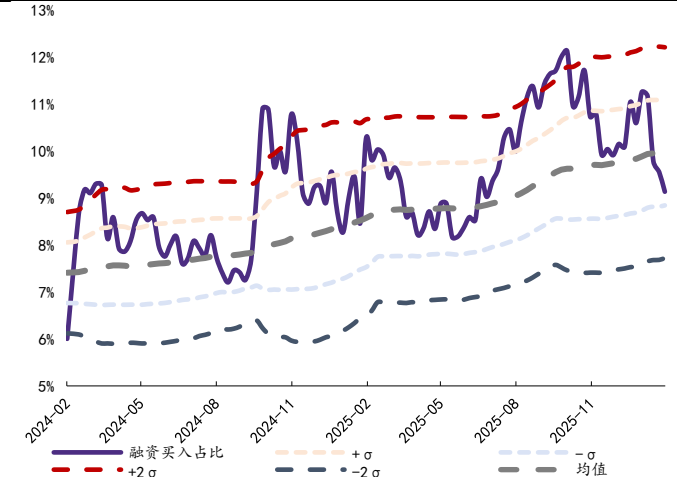
融资资金：融资余额净卖出加速，融资买入占比延续下行趋势，加配建筑装饰、综合，减配电子、有色、通信。本周融资余额为 26470.32 亿元，环比净流出 516.10 亿元。本周融资买入占比为 9.13%，环比下降 0.42pcts，融资买入占比延续下行趋势。本周融资资金行业配置，融资净买入加配建筑装饰、综合行业，显著减配电子、有色金属、通信行业。

图表 35: 融资余额本周净卖出加速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 36: 融资买入占比本周延续下行趋势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 37: 融资净买入本周加配建筑装饰、综合, 减配电子、有色、通信

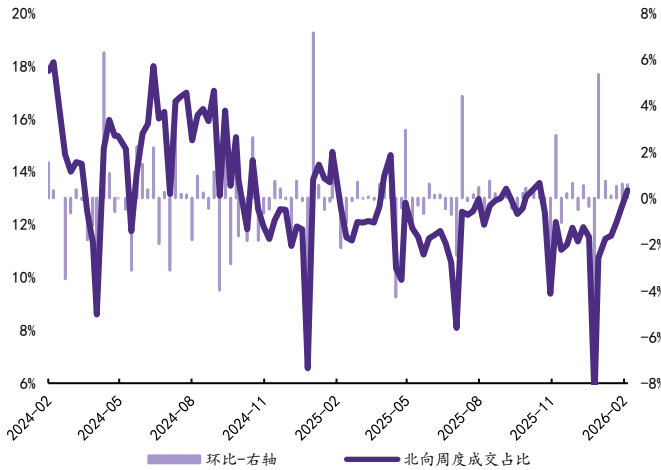
行业	融资净买入 (亿元)	融资买入 占比	融资余额 (亿元)	融资余额 近一月趋势	行业	融资净买入 (亿元)	融资买入 占比	融资余额 (亿元)	融资余额 近一月趋势
建筑装饰	2.1	7.7%	431.2	↑	房地产	-10.5	7.2%	361.3	↓
综合	0.7	6.9%	50.0	↑	汽车	-10.7	7.4%	1222.0	↓
社会服务	-0.7	5.4%	133.1	↓	商贸零售	-11.9	5.5%	277.7	↓
美容护理	-1.0	7.1%	68.6	↓	计算机	-12.2	8.4%	1855.4	↓
纺织服饰	-1.2	4.0%	87.7	↓	电力设备	-18.7	8.2%	2339.9	↓
建筑材料	-1.7	5.5%	140.1	↓	国防军工	-19.6	8.6%	1010.7	↓
公用事业	-1.8	7.6%	567.6	↓	机械设备	-20.4	7.2%	1374.3	↓
环保	-2.2	6.4%	201.0	↓	非银金融	-22.0	11.0%	1989.8	↓
轻工制造	-2.3	4.3%	144.8	↓	食品饮料	-22.5	6.5%	521.5	↓
钢铁	-2.8	7.9%	173.0	↓	基础化工	-22.6	7.2%	1038.2	↓
煤炭	-3.2	8.0%	151.8	↓	银行	-22.7	8.3%	817.6	↓
农林牧渔	-5.4	7.0%	304.8	↓	医药生物	-27.0	7.4%	1661.6	↓
传媒	-7.5	7.4%	570.3	↓	通信	-44.1	10.9%	1313.0	↓
交通运输	-8.3	6.8%	421.3	↓	有色金属	-91.3	8.5%	1474.5	↓
石油石化	-9.6	6.5%	228.5	↓	电子	-110.5	8.8%	3892.5	↓
家用电器	-10.3	7.3%	386.7	↓					

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.4、外资：北向活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦通信、电子、电力

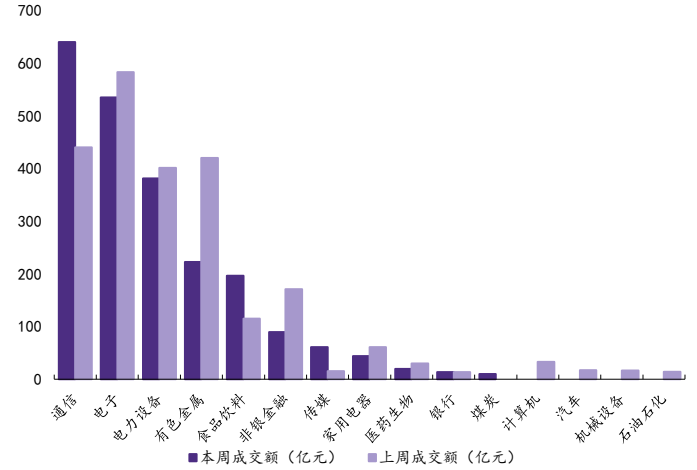
北向资金：北向成交活跃度持续回暖，十大活跃股聚焦电子、通信、有色。本周北向资金成交占比为 13.29%，环比提升 0.59pcts。本周十大活跃股成交额聚焦于通信、电子、电力设备、有色金属、食品饮料行业。

图表 38：北向资金成交占比本周延续回暖趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 39：北向资金十大活跃股本周聚焦通信、电子、电力



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、牛市进程：调整后风险释放，春节红包可期

十大牛市指标跟踪：A 股调整后的股权风险溢价重回均线，RSI 快速回落，国家队抛售基本结束，融资买入占比回落至均值，成交额高位腰斩，进一步调整空间有限。随着市场情绪边际修复，预计 A 股春节前震荡反弹，春节红包可期。

图表 40：调整后风险释放，预计 A 股春节前震荡反弹，春节红包可期

指标	短期调整或牛市见顶信号	现状
估值指标		
股权风险溢价	①下破均线 ②下破-2σ与-σ支撑线	现阶段震荡于均线附近，股债再平衡 现阶段震荡于均线处，牛市深度调整或终结信号未显现
估值-PE&PB	超越前两轮牛市估值高点	万得全A市盈率本轮高点距离2021年牛市高点仍有4%上升空间，主要市值指数与双创估值高点对比历史牛市，同样处相对合理区间，牛市终结信号还未显现
量能指标-成交额&换手率	①超越前四轮成交额与换手率谷峰抬升倍数 ②换手率量价背离对应牛市见顶信号 ③成交量萎缩	现阶段成交额与换手率抬升倍数均超越2017年牛市抬升程度，对比其他几轮牛市仍有差距，牛市终结信号还未显现 现阶段换手率未出现背离现象，牛市终结信号还未显现
交易指标		
拥挤度指标-成交占比	①热门行业拥挤度提升倍数超越历史高点 ②全A拥挤度指标出现高低极值	现阶段通信、电子拥挤度逐步降温，但有巴拥挤度提升倍数处相对高位，触发行业短期调整信号 现阶段区间低点潜在形成，行业轮动提速
技术指标-RSI&ATR	①RSI进入超买区域 ②RSI顶背离 ③ATR高低位极值震荡	现阶段从超买区域回落，调整信号解除 顶背离信号解除 现阶段持续上探，还未确认阶段极值高点，未触发调整或终结信号
新开户	①个人新开户的次高峰 ②机构新开户高峰	个人新开户大幅放量，但次高峰还未确认，牛市终结信号还未明确显现 机构新开户阶段高点已确认，但未明确已达本轮峰值，牛市终结信号还未明确显现
居民存款-住户存款市值比&非银住户存款同比增速差	①住户存款市值比估值 ②非银住户存款同比增速差正向极值	截止至2025年12月，住户存款市值比估值与历史牛市估值相比仍有较大差距，潜在存款入市空间仍巨大，牛市终结信号还未显现 截止至2025年12月，非银住户存款同比增速差显著提升，但正向极值还未确认，牛市终结信号还未明确显现
资金指标		
融资金额-A股融资买入占比&融资金额市值比	①融资买入占比触及年滚动+2σ ②热门行业融资金额市值比谷峰倍数超越前两轮牛市高点	现阶段20日平滑值回落至年滚动均线水平，资金杠杆风险逐步缓和 现阶段通信行业谷峰倍数虽有回落，但仍处相对高位，存在杠杆风险
公募基金-新发行/存量涉及股权投资公募基金份额&爆款基金	①新发行高峰 ②爆款基金	现阶段新发行高峰对比历史牛市仍有较大差距，牛市终结信号未显现 现阶段热门主题个别爆款基金初现，尚未集中出现
外资资金-北向成交占比	北向成交占比峰值	现阶段成交占比虽持续回暖，但峰值未形成，牛市终结信号还未显现

资料来源：华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 国内政策不及预期
- (2) 海外地缘政治扰动

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组组长，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。